

アメリカにおける短期信用分析の生成と発展

根 津 文 夫

は じ め に

経営分析は信用制度と密接不可分に、否むしろそれを基盤として生成・発展してきた。財務に関する資料を「読む」こともまた経営分析のカテゴリーに入るとするならば、アメリカ合衆国では南北戦争以前に経営分析——より正確には信用分析——が誕生していたといえよう。すなわち、東部の商人は南部、西部の商人に対して商品を信用販売する場合、買手の現金、売上債権、商品等の資産、あるいは正味財産に関する資料の提出を要求したのである。かかる実務は1841年にニューヨークに設立された The Mercantile Agency, 1849年シンシナティの The Bradstreet Company の如き 商業信用調査機関によって一層進められていき、1870年代には前者は信用報告書として使用さるべき「資産・負債表」(a statement of assets and liabilities) の書込表を作成している⁽¹⁾。商品を信用買いする商人に資産・負債の状態を書込ませ、よって信用販売をおこなう商人は買手の財務状態、特にその流動状態を調査したのである。この実務には比率分析(構成比率分析および重要勘定科目間の適合関係比率分析)も趨勢分析も見られず、まさに不完全な財務資料を読む程度であったが、信用分析はまず企業間信用をめぐる展開されていたと解釈できるのである。

ところで、今日いうところの趨勢分析、比率分析といった技法を用いてより近代的な経営分析が起るのは19世紀末以降の商業銀行による短期信用分析(short-term credit analysis)の領域においてである。それはアメリカの商業銀行の機構上・貸付業務上の特性と不可分の関連をもちながら、貸倒損失・信用詐欺の防止手段として、貸借対照表監査制度とも絡み合って生成し、展開されて

いく。本稿はこの短期信用分析実務・理論の基礎とその発展過程を素描する予定である。

- (1) Cf. Roy A. Foulke, *Practical Financial Statement Analysis*, fifth ed., 1961, pp.9-11. なお、商業信用調査機関の生成・発展については次を参照, J.E. Hagerty, "Mercantile Agencies," *Journal of Accountancy*, Aug., 1907, pp.261-271.

1. 短期信用分析の生成過程とその論理

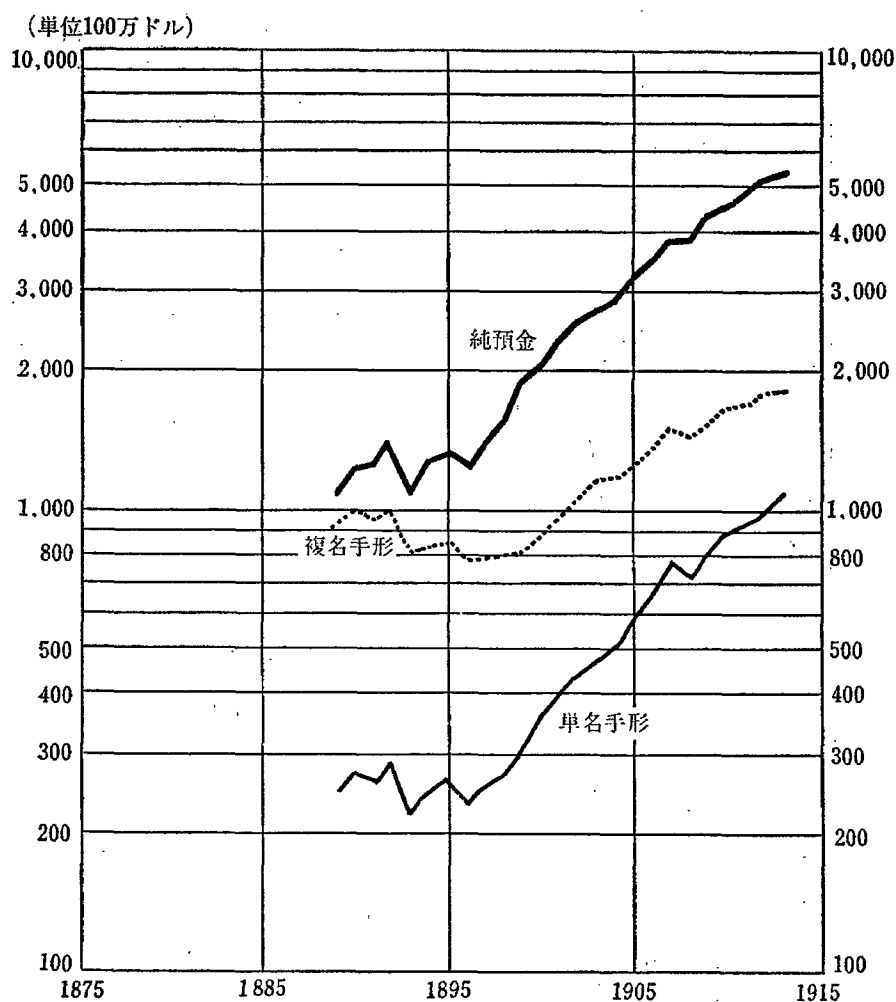
(1) 短期信用分析実務・理論生成の直接的な基盤は無担保・無保証の約束手形、すなわち単名手形 (one-name or single-name paper) による貸付業務の漸増であり、その結果としての公開手形市場の形成・発達であった⁽¹⁾。アメリカでは南北戦争以前から約束手形は為替手形より優位を占めていた。為替手形は「少なくとも理論的には一つの商業取引に基礎づけられており、しかもその取引される商品に対して支払われる資金がその貸付を返済するための手段を提供するという意味で自己決済的 (self-liquidating) であった⁽²⁾。」したがって、為替手形は無担保・無保証の約束手形より安全であると考えられていたが、外国で占めていたような地位を得ることはなかった。これに対して、約束手形は「単なる融通手形 (accommodation paper) にすぎず、それは自己決済的でないから銀行にとって危険であり、しかもインフレーション期に容易に使用されるので社会全体にとっても危険であるといわれてきたのである⁽³⁾。」しかしそれにも拘らず、アメリカの商業銀行における資金融通方法として無担保・無保証の約束手形が主導的な役割を担ってきたのである。

アメリカではイギリスにおいて長い間に亘って展開された商人資本の段階が北東部という極めて限られた範囲内でしかも短期間に展開されたために、生産資本形成のための前提条件をなす資本の原始的蓄積は不徹底であった。そして、商工企業における株式会社制度の未発達、資本証券の市場性の欠如は商工企業をして社会的資本の集中を著しく困難にしたのである。そこで、産業企業は当然資本調達方法として銀行からの借入りに頼らざるをえず、しかも国法銀行はその払込資本金の10分の1を超えて同一個人または会社に貸付けること

を禁止されていたため、多数の銀行から借入れを行なわざるをえなかった産業企業の金融方法として単名手形の利用が広範囲に普及したのである⁽⁴⁾。

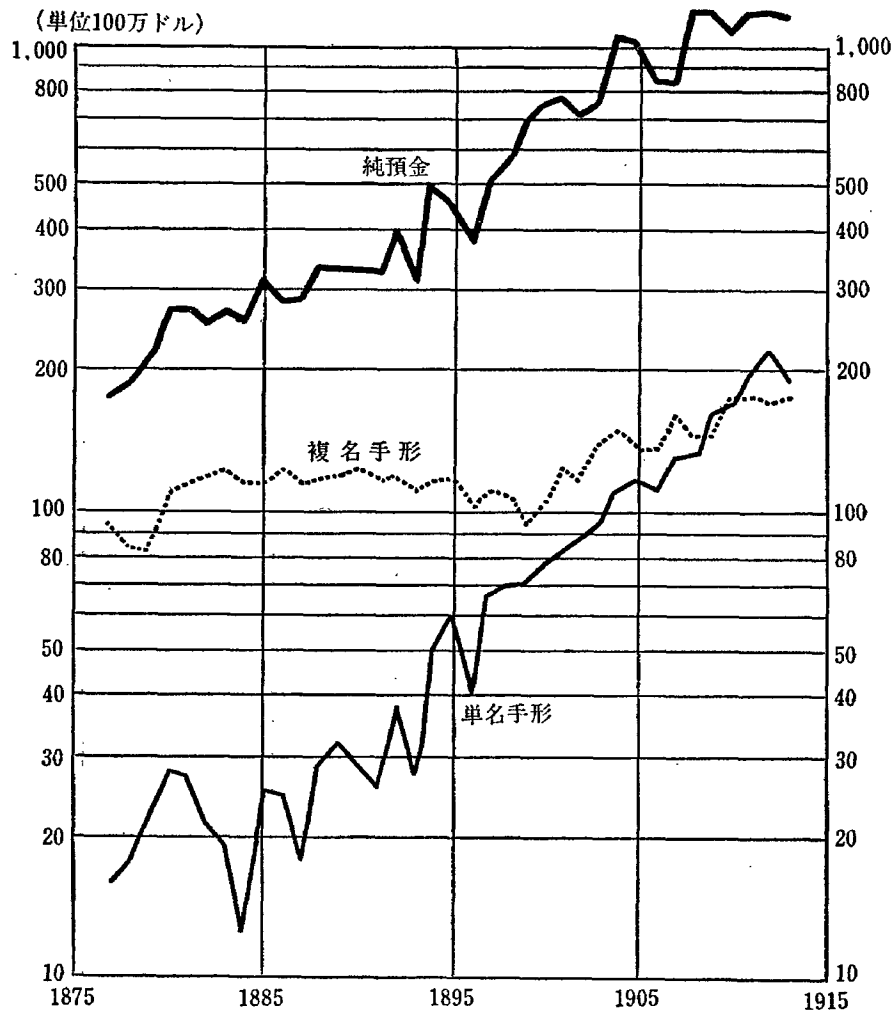
また、南北戦争後の不安定な経済状態は一層約束手形の利用を促進した。南北戦争中・戦後のインフレーション、貨幣価値の下落により商人たちはインフレーション期に信用で売買をおこなうと、満期に受けとる貨幣価値は実質的に販売時のそれよりも下落しているであろうと危惧した結果、現金決済と信用期

第1図 ニューヨーク市中国法銀行における純預金及び単名・複名手形の保有



〔出所〕 Annual Report of the Comptroller of the Currency (M. Myers, *The New York Money Market*, Vol. I, 1931, p.322 より転載)

第2図 ニューヨーク市外国法銀行における純預金及び単名・複名手形の保有



(出所) Annual Report of the Comptroller of the Currency (M. Myers, *ibid.*, p.323
より転載)

間の短縮をもたらしたのである。これに伴って商品の取引は一種の交互計算勘定であるオープン・アカウントに貸借関係を記入するという方法で行なわれ、現金支払に対しては割引が与えられた。他方、商品の購入者にとって現金割引率が銀行借入金利子率よりも有利であったので、単名手形を振り出して必要資金の融通を受けて早期に買掛金を決済する途をとっていったのである⁽⁵⁾。こうして、現金割引および open-book account 制度の普及は一層単名手形の利用を促

進したのである(第1図および第2図参照)。世紀の転換期迄には無担保・無保証の単名手形による貸付業務はアメリカの商業銀行において一つの確固たる業務となり、「外国の金融中心地とは異なった公開手形市場の発展に対する動因となったのである⁽⁶⁾。」なお、誤解を避けるために付言しておく、独占期に商業銀行の貸付対象となったのは中小規模の商工業企業であった。「20世紀初頭のアメリカの諸銀行によって保有されていた収益資産の約半分は『事業』貸付(“business” loans)として分類できる。残りは主に農業貸付、株式・社債・不動産によって保証された貸付および証券投資であった。事業貸付の大部分は非金融業——主として中小規模の商工業企業——の運転資本需要を融通するための短期信用であった。銀行網はまさに『商業』銀行制度と呼ぶにふさわしかった。なぜなら、非金融業に対する短期貸付は銀行の収益資産の最大の項目であり、銀行はかような貸付を行なう主要機関であったからである⁽⁷⁾。」これに対して、19世紀末から20世紀初頭にかけての独占体形成期における巨額の企業金融は、その主要部分を投資銀行機関(investment banking)によってまかなわれていた。投資銀行機関は20世紀初頭以降漸次重工業を中心とした産業企業と恒常的関係をもつに至り、おそくとも1910年代にはモルガン以下数行の投資銀行が大独占企業を傘下に収めて、既に巨大な支配集中機構を形成していたのであり、商業銀行独自の力によって独占企業の金融にタッチすることは事実上不可能であった⁽⁸⁾。さらに、独占は内部留保利益および減価償却金融という内部金融(self-financing)によって固定設備資金を調達していった。たとえば、鉄鋼独占についてみると、U.S. スチール社は1901—15年の間に設備拡張のための資金総額のうち80%以上を内部金融によって調達し、ベスレヘム製鋼株式会社は1905—15年の間に65%、ヤングスタウンとインランドは同期間に各各55%、42%調達していた⁽⁹⁾。したがって、短期信用分析実務は商業銀行対産業独占間の問題ではなく、対中小規模産業企業間の問題として生成・発展してくるのである。

かように、短期信用分析実務の生成は無担保・無保証の単名手形による事業貸付業務の漸増およびその結果としての公開手形市場の形成——われわれはこ

れを短期金融方式と総称しておこう——をその直接的基盤としていた。しかし、われわれは短期信用分析実務の生成と短期金融方式とを直ちに理論上結びつけることはできない。それは金融恐慌、経済危機との関連なしに捉えることは不可能である。矛盾が顕現化したときはじめて短期信用分析が問われるに至ったのであり、通常いわれているように、短期金融が直ちに信用分析を要求したのではないことに注意すべきである。

すなわち産業資本主義確立後、アメリカ経済は益々鋭くかつ深化してゆく恐慌に周期的に襲われていた。特に、1873年の恐慌は、クック商会の倒産によって代表されるように未曾有のものであった。1870年代の中ごろ以降商業銀行の営業成績は極めて悪化し、銀行の取引停止件数は確実に増大していったのである(第2表参照)。そして、この周期的に襲いかかる恐慌を前にして、銀行資本家は単独の力ではもはや全面的な破局を回避しえぬことを認識した。かよ

第1表 銀行の取引停止件数の推移

| 年 度 | 国 法 銀 行 | 州 法 銀 行 | 相互貯蓄銀行 | 計 |
|------|---------|---------|--------|-----|
| 1864 | — | 2 | — | 2 |
| 65 | 1 | 5 | — | 6 |
| 66 | 2 | 5 | — | 7 |
| 67 | 4 | 3 | 1 | 8 |
| 68 | 6 | 7 | 1 | 14 |
| 69 | 1 | 6 | — | 7 |
| 70 | 1 | 1 | 1 | 3 |
| 71 | — | 7 | 3 | 10 |
| 72 | 6 | 10 | 3 | 19 |
| 73 | 4 | 33 | 4 | 41 |
| 74 | 10 | 40 | 7 | 57 |
| 75 | 3 | 14 | 11 | 28 |
| 76 | 8 | 37 | 14 | 59 |
| 77 | 8 | 63 | 28 | 99 |
| 78 | 10 | 70 | 60 | 140 |
| 79 | 7 | 20 | 10 | 37 |
| 80 | 5 | 10 | 3 | 18 |

(出所) Historical Statistics of the U.S., Colonial Times to 1957, p.636.

(田中陽一, 前掲論稿, 269頁より引用)

うな認識はむき出しの競争原理や能力主義に疑問を投げかけ、ついに1875年には西部地方の金融業者をも含めて全国的な金融業者の統治機関である「アメリカ銀行協会」(American Bankers Association)が結成されるに至ったのである⁴⁰。ここに金融業界は競争の時代から「協調」の時代に移行したのである。金融業界の「協調体制」は1884年の金融恐慌を通じて一応の到達点に達するが、アメリカ銀行協会はこうした「協調体制」の中で急速に発言力を強め、1880年代には国政における有力な圧力団体へと成長していく。短期信用分析実務推進の母体はまさにこのアメリカ銀行協会であり、各州の銀行協会、殊に金融中心地であるニューヨーク州の銀行協会であった。当該実務はかかるなかで貸倒損失の防止手段、ひいては倒産という破局を避けるための手段として——転倒した認識——登場するのであり、そのために融資申請企業の選別と信用格付けおよび貸付限度額の確定を直接の目的とし、全国的な運動として展開されるのである。その運動はまず統一財産計算書書込表(a uniform property statement blank)の作成と提出の要請としてあらわれる。

1895年2月9日、ニューヨーク州銀行協会常任委員会は次の如き決議案を採択した。すなわち「当協会の会員は融資申請企業に対して、諸団体からなる統一財産計算書委員会が推奨する様式で作成された、融資申請企業の署名入りの資産・負債表の提出を要求するよう勧告する⁴¹」と(財産計算書の標準様式については第2表を参照)。信用分析実務の端初は商業銀行が借手に対してこの統一財産計算書書込表の作成と提出を要求したときである。商業銀行はこの財産計算書=資産・負債表に基づいて借手の信用状態、選別と信用格付けを行なうのである。かような実務は既に1880年代に実施されていたが⁴²、ニューヨーク州銀行協会のこの決議案を契機に運動は各州に普及し、翌年にペンシルバニア州銀行協会がピッツバーグで開催した年次大会において同様の内容の決議を採択し、他の諸州もこれにならって追随していった。そして、1899年9月にはアメリカ銀行協会が第25回年次大会において財産計算書の標準様式を作成し、融資申込企業にその作成と提出とを義務づけて、全国的規模で上の運動を支持したのである。また、銀行貸付金の保護手段として個人または会社が数多

第2表 ニューヨーク州銀行協会の株式会社用財産計算書標準様式の一部

| | | | |
|---|--|---|--|
| <p>×××銀行 当社は指図式手形その他で貴行から定期的に融資を受ける目的で、以下の如く××年×月×日現在の財政状態についての真実にして正確な計算書を提出します。尚、今後財政状態の変化について貴行に連絡がない限り、当計算書は引き続き完全で正確なものと考えて頂きたい。</p> | | | |
| <p>資 産</p> <p>手銀 許行 現預 金名 得意先 預入 銀 行 得意先 預入 受取手形(未譲渡分) 役員の受取手形及び売掛金(未譲渡分) 商 品 完仕 成掛 品(評価方法) 土 建 料() 機 地(営業用) 械 物() 械 ()</p> <p style="text-align: right;">合 計</p> | | <p>負 債</p> <p>商品に対する支払手形 銀行への支払手形 買預社の掛り 不動産抵当付借入金 動産抵当付借入金 資 余 本 金(含未処分利益剰金)</p> <p style="text-align: right;">合 計</p> | |
| <p>偶発債務：割引又は売却したもので上記に含まれていない受取手形。 その他の偶発債務。 当社は上記の売掛金に対して抵当権を設定していない：抵当権設定中の売掛金その他の担保として用いられている資産。 保 險：商品\$ 建物\$ 機械\$ 合 計 営業成績：年間売上高(自××年×月×日 至××年×月×日) 売上総利益 営業費 純 利 益 投資収入その他の収入 総 利 益 ××年×月×日より××年×月×日までの未払配当金 ××年×月×日より××年×月×日までの不良債権 資 本 金：授權資本\$ 1株額面価額\$ 発行済資本\$</p> | | | |
| <p>銀行口座：上記以外の取引銀行がある場合 借入金及び社債の担保となっている資産の種類 平均販売期間 平均仕入期間 得意先よりの受取手形及び売掛金の最大・最小の時期：最大 最小 手許商品在高の最大・最小の時期：最大 最小 負債の最大・最小となる時期：最大 最小 財産計算書：実地棚卸に基づいているか？ しかる場合その期日 証 明：諸帳簿は公認会計士によって監査されたか？ しかる場合その監査人名及び監査期日 事業の種類 帳簿の種類 署 名 日 (会 社 名)</p> | | | |

(注) William M. Rosendale, "Credit Department Methods," *The Bankers' Magazine*, Feb., 1908 (Vol. 76), pp.186—7 より転載。

くの銀行から同時に借り入れることを防ぐためにニューヨークの銀行検査官によって信用局 (credit bureau) が創設された。既にある特定の銀行で手形信用を受けた個人あるいは会社はこの信用局に登録され、それによって各銀行が同一の個人または会社に対して同時に巨額の手形信用を授けることを防いだのである⁴³。かようにして、銀行資本家は鋭いかつ深刻な金融恐慌を経験する過程で貸倒損失の防止手段として借入企業に統一財産計算書の作成と提出を命じ、それによって貸付先を優良企業に制限したのである。

〈2〉 商業銀行は短期支払能力分析を連続する財産計算書の比較を通して項目(実数)の趨勢分析から開始した。その際に関心の中心となったのは流動資産合計額の流動負債合計額に対する超過額、すなわち正味運転資本の大きさであった⁴⁴。ウォールはダニングとの共著『財務諸表の比率分析』の中でその点について次の如く述べている。「分析家たちは最も保守的な評価態度を以てすら、流動資産は清算時に貸借対照表に表示された帳簿価額の全てを生むことは稀であることを認識していた。そこから当然引き出される考え方は、流動資産は清算価値 (liquidating value) の減少を斟酌して流動負債を返済するための資金を得るためには、流動負債を超過していなければならないということである⁴⁵。」つまり、一般に流動資産は清算のときにその帳簿価額を実現することはなく、したがってそれを売却して獲得される資金は流動資産の帳簿価額より低い。そこで、流動資産価額は流動負債価額を超過していなければならない。これが借手に信用を供与する場合の判定基準(選別・信用格付けの基準)とされていたのである。ところで、このような計算が「合理的」であるためには、流動資産および流動負債を構成すべき勘定科目が分析対象となる企業間において統一されていなければならない筈である。フォークによれば、「1915年までには貸借対照表項目を流動資産および流動負債として分類することの価値は金融機関や信用調査機関といった間では十分に認められるに至った⁴⁶。」逆にいえば、それまでの間の資産および負債のどの勘定科目を流動的部分と固定的部分とに区分するかについて統一性が欠如していたのである。フォークによれば、アメリカで最初に資産と負債を公表貸借対照表上に分類計上したのはペンシルバニア鉄道

会社の1891年12月31日付の貸借対照表であるが、それとても流動資産の部には建設中の軌道・その他の目的に対する前払金、手許原材料、社債利息・賃貸料の未収分が計上され、現金預金はそこに表示されていないという極めて不完全なものである。また、工企業で最初に公表貸借対照表の区分表示を採用したのは American Can and Foundry 社で1902年であった。商業銀行はこうした公表貸借対照表表示形式の不統一性が信用分析上まず最初の最大の障碍であることを認識していたものと思われる。かかる実務の不統一性に対して銀行側は統一財産計算書書込表の標準様式を作り、それを借手に作成させて提出を要請するという対抗措置をとったのである。かような動きは後にアメリカにおいて全国的規模で展開される会計原則運動となって発現する一つの萌芽であり、会計制度の統一化要求をあらわしているのである。いずれにしろ、「解釈の第一段階は報告形式それ自体¹⁰⁾」にあるのであって、われわれは少なくとも分析対象の企業間についてその財務諸表数値を比較可能な形にした後、比率分析なり趨勢分析に進まなければならないのである。

ところで、信用状態の分析技法として流動資産マイナス流動負債という控除法の使用には極めて初歩的な誤りが犯されていることは明らかである。いま、次の如き流動資産と流動負債を所有するA社とB社とがあるとしよう。

| | A社 | B社 |
|--------|------------------|------------------|
| 流動資産 | \$100,000 | \$200,000 |
| 流動負債 | <u>50,000</u> | <u>150,000</u> |
| 正味運転資本 | <u>\$ 50,000</u> | <u>\$ 50,000</u> |

これら2社の場合に、流動資産と流動負債との差額はいずれも50,000ドルで同額である。だが、A社ではこの50,000ドルは流動資産100,000ドルの清算価値減少に対する保護のための余剰 (a marginal protection) であるが、これに対してB社では200,000ドルの清算価値減少に対するものである。言葉を換えれば、A社の場合では短期債権に対する保護は50%であるが、B社については25%の保護にしかすぎないのである。あるいは、A社の債権者の信用リスクはB社債権者のそれに較べて66.3%にしかすぎないのである。したがって、

この両社の信用格付けを正味運転資本の絶対額に基づいて評価することは極めて「不合理」となるわけである。このことは同一企業の期間比較についても同様である。

支払能力判定基準として運転資本額が限定的な意味しかもたぬものであることが認識されると、流動比率が登場する。20世紀初頭、流動比率は流動的・短期的安全性の指標として商業銀行にとって信用分析実務のアルファでありオメガであり、それが「銀行家比率」(banker's ratio)と呼ばれる所以である。当時の短期信用分析実務の指導者・推進者であるキャノン⁸⁸は財務表分析の指針として次の如く語った。

「(1) 流動資産のみが銀行貸付の基礎である。

(2) 固定資産は流動資産に対する不確実な支えと考えられるにすぎない。

(3) 借手の負債がその流動資産の50%を超えた時、その負債は借手の債務限度を超過したことになる(いわゆる50%ルール)⁸⁹。」

固定負債が存在しないものと仮定すれば、50%ルールは流動負債対流動資産比率に適用可能である。50%と100%との差は流動資産の清算価値減少に対する保護の大きさを表わす。前例を用いると、次のようになる。

A社 $\$50,000/\$100,000=50\%$

B社 $\$150,000/\$200,000=75\%$

A社では50%ルールに適っているが、B社においては短期債務を返済するための資金をつくり出すため流動資産1ドルにつき75セントを実現(換金化)しなければならず、債権者=商業銀行に対して25%の保護しか与えない。したがって、A社に比較すれば短期支払能力が25%劣るというわけである。

流動負債対流動資産比率50%、あるいは流動比率200%というルールは如何なる理論的根拠に基づいて確定されたか問題になる。通常、「比率についての標準が判断の基礎として与えられるのでなければ、比率はさほど有用ではない⁹⁰」と論じられ、通説においては特定企業の収益性や財務的健全性を評価するうえで、往々にして一定の「標準」が重視されている。しかるに、この「標準」は決して客観的かつ科学的に確定されうる性質のものではない。それはセ

いぜい過去数年あるいは10年といった一定の期間における全産業平均ないし産業平均という形でしか捉えられないのである。しかも、かようにして決定された「標準」も国家の金融・産業政策の変更、産業構造の変動、あるいは企業一般の財産・資本構造の変化を通じてその「客観性」を全く失うに至るのである。流動比率200%も同様で、理論的根拠のもとに確定されたわけではない。事実、ローゼンディールは1908年に「多くの良き判断者は流動資産対流動負債比率がだいたい2.5対1でなければならないと考えている⁴⁴」と述べているのである。景気変動の波が激しく、大型倒産の発生、大量の倒産件数という経済環境の下では流動的安全性の「標準」は高く設定されるであろう。1907年にアメリカでは大型の不況を経験した事実を照らしてみるならば、ローゼンディールの上の言葉は首肯できるわけである。フォークの次の言葉から判断すると、当時の信用分析家たちは周期的に発生する金融恐慌と不況を体験し、借手による財務諸表数値の操作をみていく過程で流動資産は流動負債の最低2倍存在していなければならないことを経験的に確定していったものと考えられる。「次第に1ドルの流動負債に対して2.5ドルではなく、2ドルの流動資産が合理的な保護の余剰として期待されるに至った。(中略)破産、物価低落または財務諸表数値の水増しといった場合、流動資産は清算時に50%の価値減少を蒙るであろう。それでも、短期債権者はもし長期の債権者がいなければ、全額その債権額の返済を受けるであろう⁴⁵。」

さて、キャノンは1905年のニュージャージー州銀行協会の年次大会の講演の中で、50%ルールはもはや借手の返済能力を評定する基準たりえないであろうと述べた。彼はその根拠を次の如く示したのである。すなわち、銀行貸付先の半数を製造業が占めており、しかも製造業では流動資産対総資産の割合が44%で、過半数が短期債務返済能力上その処分価値が不確定であるために疑わしい資産(=固定資産)によって占められている。しかるに、製造業こそ今後のアメリカ経済発展の原動力であり、巨額の設備投資を行なって商業銀行にとって最も将来有望な融資先である。そのためには信用分析実務を「硬直したかつ画一的な一つの信用テスト」から脱却させねばならないと⁴⁶。さらに、キャ

ノンは銀行が不正確で真実でない財産計算書を常に受け取らされていることを看破して、「信用科学 (credit science) の発展のために次を取るべき措置は正確性 (accuracy) の方向にあるであろう。」そのためには「財産計算書に公認会計士と技師との共同の監査証明書を添付することを借入企業に対して要求するという慣習を確立する²⁴⁾」ことであると説いたのである。彼のこの言葉の背景には、商業銀行が受け取る財産計算書には粉飾操作 (window-dressing) の手が加えられているという事実が存在していた。当時、次の如き操作方法が講じられていた。

- (a) 支払債務を減らすべく資金を得るために決算期に商品を強制的に販売したり、あるいは一時的に受取債権に転換する。
- (b) 商品の条件付販売。その条件とは財産計算書が提出された後に再び販売した商品が返還されるという同意のもとで販売を行なうというもの。
- (c) その他の資産(たとえば有価証券や固定資産)についても再び元の企業に売却されるという同意を以て行なわれる一時的売却。
- (d) 流動資産ないし稼得利益からではなく、追加資本を導入することによって支払債務その他の流動負債を返済する。この資本は所有主・株主あるいは有価証券市場において獲得されるが、このことは結局短期債務を所有主ないし株主の持分、長期債務に取り替えることを意味する²⁵⁾。

借手は流動資産を最大限に、流動負債を最小限に計算・表示しようと努め、そのため「粉飾操作」——「信用詐欺」——におよんだのである。これに対して、商業銀行の評価思考は流動資産を最小限に、流動負債を最大限にという方向にあった。「短期的な債権者として債務者の支払能力に関心を持っているものにとっては、流動資産の流動負債に対する関係が、(信用状態の)判断にたいして満足しうる基礎を供するものだと考えられてきた。この状態にあっては、一般に公共会計士が『流動比率』にゴマかしがないように特別な努力を試みたとしても驚くにあたらない。会計士は、流動負債が洩れていないように、また文句のつけようのない流動資産のみが含まれているようにと注意した。そのうえ、債務者が負債は過小評価し資産を過大評価しがちなものと仮定した。それゆ

え、これと釣合いをとるように、信用を認める方の観点としては、負債を最大限に資産を最小限に示すことを歓迎してきた。このような債権者の観点に応じるために、流動資産、とくに棚卸資産について保守的な表示すなわち過小表示を行うべしという原則 (doctrine) が発展したのである⁹⁴。」かように、銀行資本家と借手(中小規模企業資本)との評価態度は対抗し合う関係にあったのである。だが、それは結局銀行資本の「勝利」に終る。既に挙げた操作に対する防止手段として後に国家権力のもと、貸借対照表監査が制度化されていく過程はその証左であるといつてよい⁹⁵。商業銀行は貸付先が中小規模の企業であったこと、したがって各企業の経営的基盤の脆弱性および周期的に発生する恐慌とあいまって、その対極として、国家による厳格な制度的保護手段を必要としたのであった。

「粉飾操作」=「信用詐欺」防止手段としての公認会計士監査の必要性和有効性、同時に画一的・硬直した信用テストからの脱却、これらが銀行資本およびその代弁者たる信用分析家たちの間に認識された後、短期信用分析は別の要因に規定されながら新たな展開、すなわち分析の認識概念・分析技術の拡充を遂げていくのである。われわれは節を改めて論じることしよう。

- (1) 信用分析実務の登場と公開手形市場の形成との関連については次の論稿を参照。西田博「アメリカ合衆国における信用分析実務の登場について(一)」『経営研究』第26巻第5号。
- (2) M.G. Myers, *The New York Money Market*, Vol. I, 1931, p.46.
- (3) M.G. Myers, *ibid.*, p.47.
- (4) M.G. Myers, *ibid.*, p.317, 宇野博二「第一次トラスト運動と投資銀行」学習院大政経学部研究年報7, 239頁。
- (5) Cf. A.C. Littleton, *Structure of Accounting Theory*, 1958, pp.107—8, 大塚俊郎訳『会計理論の構造』157頁, A.C. Littleton and V.K. Zimmerman, *Accounting Theory: Continuity and Change*, 1962, pp.109—11, R.A. Foulke, *Practical Financial Statement Analysis*, fifth ed., 1961, p.13.
- (6) M.G. Myers, *ibid.*, p.316.
- (7) N.H. Jacoby and R.J. Saulnier, *Business Finance and Banking*, 1947, p.1. cf. M.G. Myers, *ibid.*, pp.99—100.
- (8) 宇野博二, 前掲論稿, 石崎昭彦『アメリカ金融資本の成立』1962年, 第3章, 小椋廣勝『ウォール街』1953年, 第2部を参照。
- (9) 石崎昭彦, 前掲書, 264—69頁参照。

- (10) 田中陽一「再建期の信用制度——独占形成期への移行——」都留重人他編『アメリカ資本主義の成立と展開』所収、昭和49年、271—72頁。
- (11) J.G. Cannon, "Uniform Statement Blanks and Credit Department Methods," *The Bankers' Magazine*, Oct., 1899, p.578.
- (12) J.G. Cannon, *ibid.*, p.577. 単名手形による巨額の貸付は大銀行における信用調査部(Credit Department)の設立を促した。それは既にふれておいた商業調査機関と類似したもので、その機能は手形信用を求める借入企業の財政状態を調査報告することにある。信用調査部を最初に設けた銀行は1880年代のニューヨーク市 Importers' and Traders' National Bankで、その後1890年に6行、1899年に10行程度と、その設立の機運はゆっくり進行していった(M.G. Myers, *ibid.*, p.325, W.H. Kniffin, Jr., *Commercial Paper Acceptances and the Analysis of Credit Statements*, third ed., 1924, p.6)。
- (13) M.G. Myers, *ibid.*, p.328.
- (14) たとえば、リトルトン＝ジンマーマンの次の言葉を参照。「銀行業者の中心的関心は、貸付が満期になった時にその貸付を返済する借手の能力であった。この問題について利用可能なもっとも有用な数量的証拠は、借手が間もなく直面しなければならない答の短期債務合計額と、企業の正常な過程においてその借入金の返済に充当すべき現金の流れを産み出すであろうところの、現在その借手の統制下にある流動資産合計額との関係であった。(中略)重要な問題は運転資本の安全な余剰(a safe margin)、すなわち流動資産の流動負債に対する超過額であった(A.C. Littleton and V.K. Zimmerman, *ibid.*, pp.112—13)。
- (15) A Wall and R.W. Duning, *Ratio Analysis of Financial Statements*, 1928, p.87.
- (16) R.F. Foulke, *ibid.*, p.188.
- (17) W.A. Paton and A.C. Littleton, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, 1940, p.142, 中島省吾訳『会社会計基準序説(改訳版)』昭和33年、233頁。
- (18) J.G. Cannon, "Bank Credits," *The Bankers' Magazine*, May, 1905, p.588.
- (19) W.A. Paton and A.C. Littleton, *ibid.*, p.142, 邦訳、233頁。
- (20) W.M. Rosendale, "Credit Department Methods," *The Bankers' Magazine*, Feb., 1908, p.187.
- (21) R.A. Foulke, *ibid.*, p.178, cf. A. Wall, *Analytical Credits*, 1921, pp.136—40.
- (22) J.G. Cannon, *ibid.*, pp. 589—91.
- (23) J.G. Cannon, *ibid.*, p.588.
- (24) W.C. Schulter, *Credit Analysis*, 1925, p.145.
- (25) W.A. Paton and A.C. Littleton, *ibid.*, pp.126—27, 邦訳、210頁。
- (26) リトルトンは「(監査の)最も強力な動機化の要因は、短期約束手形による企業に対する信用供与のための基礎として信頼しうる財務情報を必要とする債権者、殊に銀行の要求によるものであったと考えられる。」と論じ、銀行信用と監査制度化とを直ちに結びつけて捉える。しかし、両者はそのまま必ずしも理論的関連をもつものではなく、借手による粉飾操作・信用詐欺が銀行資本の前に露呈する時、監査の制度化がはじめて現実性を帯びた問題となったのである。なお、20世紀初頭、商業銀行提出用財産計算書(=貸借対照表)監査の必要性和有効性を説いた文献として、次を挙げることができる。

J.G. Cannon, "The Banker and the Certified Public Accountants," *Journal of Accountancy* (以下 *J・O・A* と略), Nov., 1908, pp.1—6.

A.L. Dickinson, "Accounting Practice and Procedure," *J・O・A*, Nov., 1908, pp.7—8, ditto, "The Relation between the Accountant and the Banker," *J・O・A*, May, 1909, pp. 55—57.

W.A. Chase, "Bankers and Certified Public Accountants," *J・O・A*, Aug., 1908, pp.242—47.

"Borrowers Must File Statements," *Journal of Commerce* (N.Y.), Oct., 6, 1908 (in *J・O・A*, Nov., 1908, pp.65—66).

2. 短期信用分析の体系化

〈1〉 信用分析の認識概念および分析技術の拡充は、1913年の連邦準備制度の確立を直接の基礎として、それ以降、特に10年代末から20年代に展開されている。

アメリカでは通貨の商業取引需要への弾力的適応性の欠如という国法銀行制度の欠陥の克服が長年の懸案となっていた。金、銀およびグリーンバックスからなる法貨はその絶対的供給量が制限されており、またある特定の種類の法貨の減少のために他の種類の法貨の増発が強行されるが、後者は前者を激化させるという関係が絶えずみられたのである。しかも、法貨発行の非弾力性は銀行信用の非弾力性を通貨面から増幅し、特にニューヨーク・その他の大都市からの資金流出が激化する金融逼迫期には、大都市銀行の法貨準備金の減少を深化させていったのである。他方、国法銀行券は地方的通貨としてしか機能しなかったが、これもその絶対量が直接・間接に制限されていただけでなく、発行機構も著しく弾力性を欠いていた。その結果、国法銀行券は、一方でグリーンバックスないし銀通貨の膨張に絶えず誘因を与えると同時に、他方で金融逼迫期の銀行券需要の増大に迅速に対応することができず、金融パニックをアメリカに特有な貨幣飢餓として現象させる一つの要因ともなっていたのである⁽¹⁾。

かように、発券と準備を集中する中央銀行——手形割引・最終的貸手の機能——の欠如 = 国法銀行制度の機構的欠陥は、経済法則的な貨幣逼迫に人為的逼迫を加え、一層激しい貨幣恐慌を引き起こしたのである⁽²⁾。この国法銀行制度

の欠陥とその改革の必要性は 19 世紀末から 20 世紀初頭の度重なる恐慌の経験によって醸成され、1907 年のアメリカ金融史上最も激烈な貨幣恐慌は最終的に銀行制度改革に向かわせしめ、1913 年末ようやく積年の懸案であった連邦準備制度が確立されるに至ったのである。なお、付言しておく、この銀行改革の根底に潜む思想は、「信用」の万能という俗流的理論、割引率の高低によって生産を統制しようという思考、また産業恐慌は貸付資本の欠乏に起因するという論定——因果関係の転倒した認識——であった。

もちろん、いうまでもなく連邦準備制度は銀行の銀行、加盟銀行の中央機関であり、個人または企業と直接金融取引をおこなうことはない。その業務は各準備区の加盟銀行のための商業手形の再割引、加盟銀行に対する再割引適格手形・政府証券を担保とする手形貸付等であるが、本節の主題と直接関係を有するのは再割引手形の「適格性」(eligibility)と「受容性」(acceptability)をめぐる連邦準備局の規定である。この適格性を判断するためのテストとして、最終的に手形貸付を受ける個人または企業の財政状態の「流動性」(liquidity)が用いられたのである。すなわち、連邦準備銀行の資本は加盟銀行の強制的拠出金からなること、その預金は加盟銀行の準備である強制的預金から構成されること、そして再割引手形は準備券発行の基礎として使用されること、こうした連邦準備銀行の機構および業務の特性上、再割引手形は絶対的に流動的でなければならない。言葉を換えれば、「連邦準備銀行の貸付は自己決済的⁽³⁾」でなければならないのである。連邦準備局はコマーシャル・ペーパーの受容性に関する諸要件を規定し、再割引適格手形の性格を次の如く定義したのである。

(a) (手形)代金は財貨の生産・購入・輸送・販売において使用されるべき手形、あるいは使用される予定の手形でなければならない。(b) (手形)代金が欠のことに使用された、または使用される予定の手形は「適格」でない。すなわち、土地、建物、機械(これらに対する拡張、修繕 alterations またはその他の恒久的投資を含むが、営業費 costs of operation として正しく認められるものは除く)の如き恒久的ないし固定的投資に使用されるもの⁽⁴⁾。つまり、手形代金が固定設備への投資資金という特定の目的に対して利用される手形は再割引の適格性を欠如する

ものと規定し、その受容性を否定したのである⁽⁵⁾。しかし、現実には手形代金が企業において運転資金として使用されるのか、あるいは設備投資として用いられるかは、銀行業者にとって知る術がない筈である。

そこで、準備局は適格性と受容性の判定のために次の如き信用テストを定めた。「借手が、買掛金・短期支払手形等の流動負債を超える流動資産 (quick assets) の合理的な (reasonable) 超過分を有していることを財務表・その他によって示すならば、この要件に合致した十分な証拠としてみなされる」と⁽⁶⁾。流動資産が流動負債を相当に超過しているならば、貸付対象となる企業は適格目的として先に分類した諸目的に手形代金を使用せずとも、当該企業が所有する別の同額の貨幣を運転資金として使用するであろうとの仮定の上に立って、その手形は適格であると判断されるのである。ここにおいても、「流動性」が決定的な安全性指標として採用されていることに注意すべきである。なお、再割引手形が貸借対照表を中心とする財務諸表に基づいて適格であるか否かを迅速かつ的確に判断しうるためには、まず財務諸表様式の統一化が前提条件となる。1917年に準備局が貸借対照表監査のための最初の基準として「統一会計」(Uniform Accounting) を公表したのはまさにかかる条件を満足させるためのものであると考えられる。また、後にクリーブランドおよびサンフランシスコを除く各地区の連邦準備銀行が貸借対照表をはじめとする財務諸表の統一様式を定めたのも同様である。

叙上の如く、当初再割引手形の適格性のテストとして採用されたのは「流動性」であるが、しかし前節で見たように、この信用テストによって貸付先の財政状態の健全性如何を確定するには明らかに限界のあることが、既に銀行業者および信用分析家たちの間で十分に認識されていた。そこで、当時デトロイトの National Bank of Commerce の信用調査部長であったウォールは準備局の要請を受けて、連銀の信用分析実務を支えるための理論的研究に携わったのである。その最初の研究成果は「連邦準備公報」1919年3月号に“Study of Credit Barometrics”として公にされた。

もっとも、個人的には既に信用分析体系化への試みはおこなわれていた。ウ

ウォールは彼の比率分析体系の構築に至らしめた動機を鮮やかに述懐している。「財務諸表分析に関する私の経験は 1905 年までさかのぼる。当時、銀行の信用調査部の仕事に積極的に携わっていた。実務に従事していた最初の数年間、私は流動比率が極めて重要な指標であり、ある会社の信用状態に関する改善を調査するうえで、決定的に肝要であるという観念に染まっていた。この経験法 (a rule of thumb) の適用で私が最初に衝撃を受けたのは 1907 年で、その年の経済危機は 2 対 1 (という流動比率) の財務表をもつ企業を、それよりも低い比率の企業と同程度に倒産せしめたのである。

この頃、私は業種が異なれば、その相違により経済的緊張 (economic strains) も違うために、流動資産対流動負債との割合は理論的にみて相異なる割合を要するという結論を作り出していた。(中略) 一方の産業に対して理論的でかつ正しくとも、同時に他方の産業に対してはそうと思えなかったのである。(中略) 私は直ちに他の重要な比率を探し始めた⁷⁾。」

そこに語られているのは、流動性の意識的過大表示＝粉飾操作＝信用詐欺、および産業によって比率の大きさのもつ意味が相異なることの認識が、分析の認識概念・比率分析拡充の直接的要因となっていることであるが、われわれはさらに進んで考えるならば、そしてウォール自ら明らかにしている如く、その根底的基盤となっているのは矛盾の発現、当時の未曾有の経済危機である。独占体が支配する新しい資本主義への移行が完成された 20 世紀初頭に生産・取引は大幅に成長し、それに伴って信用も急激に膨張した。しかし、それは支払約束が一挙に迫られることはないという前提のうえに、実存する貨幣資本を 2 倍化・3 倍化しつつ形成される。それ故、この貨幣資本の最大部分は純粋に架空的なものにすぎない。この前提が崩れさると貨幣市場は緊張に陥り、信用上部構造は一挙に収縮する——信用の崩壊＝民間信用証券に対する不信、貸付資本の欠乏、貨幣飢餓⁸⁾。景気循環の熾烈な変動は短期信用分析の在り方に決定的な影響を落としていく。ウォールが融資の対象となる企業の信用状態を判定する際に考慮すべき諸要素 (risk elements) として (1) 人的要素 (誠実性、経営能力)、(2) 財務的要素、(3) 景気循環的要素を列举し、各々に 40%、40%、20%

の比重を与えて、貸付如何の最終的意思決定をおこなうべきことを説いているのは⁹⁾、かかる経験的認識の反映である。また、「ウォールと共に本来の信用分析論者¹⁰⁾」であるシュルターが、「信用調査人にとって景気変動は重大な意義をもつ。けだし、信用状態 (credit risk) は景気循環の各局面および貸付対象となる企業が帰属する産業との関連を言及しなくては、的確に判定せられえないからである¹¹⁾。」と述べ、各局面が信用状態 (credit worth) に及ぼす作用を滔々と論じるのは¹²⁾、まさにこうした認識のあらわれであるといつてよい。特に、彼らは企業の楽観主義が支配的となる繁栄期、信用の大膨張期に格別慎重な配慮を促す。たとえば、シュルターはかく警告を与えている。「繁栄期は信用調査人が注意を払わねばならない期である。」「授信者にとって、企業の楽観主義が支配的で、注文が多く、利潤も大きいとき、あるいは物価が高く、販売が容易な期に、信用を寛大に供与しがちである。しかし、こうした好ましい状態をみて誤りに陥ってはならない。常に古くからの取引先の信用状態に眼を配り、新しいリスクを慎重に分析すべきである。(ピーク期には)取引先側の過剰仕入の傾向を厳格に調査し、取引先の市場状態に対して配慮しなければならない。(中略)この時点で採られるべき唯一の健全な方策は売上債権回転率の測定である¹³⁾。」信用の膨張→貸付資本市場の緊張→信用崩壊という危機およびその経験が短期信用分析理論に色濃く反映されていることは疑いないのである。そこで、われわれは連邦準備制度の確立、連銀による加盟銀行を迂回した、産業企業に対する手形の割引・事業貸付と短期信用分析実務・理論の展開とを直截に結合することは短絡的であると結論しうるのである。両者の相互の結合は矛盾が顕現したとき、はじめて具体性・現実性をもつのである。

〈2〉 短期信用分析について、まず比率分析を当時信用分析の指導者、推進者であったウォールの所論に拠りながら見ることにしよう。彼の比率分析体系は先の1919年の論文において完成されていたといつてよく、その後ものされた三つの主要著書においても基本的な変化はない¹⁴⁾。但し、1928年の著書『財務諸表の比率分析』では、それが最も整理された形で構築されている。

静態比率 (1)流動比率, (2)自己資本対負債比率, (3)自己資本対固定資

産比率, (4)商品対売上債権比率

動態比率 (1)商品回転率, (2)売上債権回転率, (3)自己資本回転率, (4)固定資産回転率

補助比率 (1)売上高純利益率, (2)自己資本純利益率, (3)酸性テスト, (4)自己資本及び固定負債対固定資産比率, (5)固定負債対固定資産比率, (6)運転資本対棚卸資産比率, (7)原材料及び完成品対仕掛品比率, (8)運転資本対総資産比率

ウォールは各々に対して「比率の価値」(ratio values)を与え、静態比率の(1)～(3)に各々 25, 25, 15, 動態比率の(1)～(4)に各々 10, 10, 10, 5 の「相対的価値」またはウェイトを付与するのである⁹⁹。但し、このウェイトはあらゆる産業に対して画一的に適用されるのではなく、たとえば販売会社の如き固定資産の総資産に対して占める比重が小さい産業では、流動比率、自己資本対負債比率、売上債権回転率および商品回転率により大きなウェイトが加えられる。既に明らかな如く、分析体系の軸点は短期的安全性の指標たる静態比率にあり、他の諸比率はいわばそれに対する衛星的存在として位置づけられている——「流動性」の論理。

各比率について若干説明を加えておくと、商品対売上債権比率測定の目的は売上債権を利用した粉飾操作の看破にある。商品は貸借対照表上原価ないし原価以下の市場価格で評価・計上されるのに対して、売上債権は厚価プラス利益を評価基準として計上される。このことは、子会社・関連会社を利用して信用で商品を名目上販売したことによって、あるいは前節において挙げた条件付販売によって、商品原価に加算される売上総利益分だけ流動性を高める途を開くのである。たとえば、商品 1,000 ドル、流動負債 500 ドル、流動比率 200% の企業が、当該商品に売上総利益率 20% を加算して条件付で販売するならば、流動比率は $1,200/500=240\%$ に上昇するわけである。ウォールによれば、この比率を毎期調査することによって「架空売上収益¹⁰⁰」(benefit of apparent sales)の発見に役立つ。売上債権回転率、商品回転率は流動資産の「質」——流動性——の吟味および「人的要素の測定尺度¹⁰¹」、つまり経営能力の測定を主眼と

するものである。以上の三つの比率は流動比率の「質的分析」であり、流動比率とあいまって流動的安全性の量的・質的測定を眼目とする。

自己資本対負債比率は「資本状態の緊張 (strain of capitalization) を示す⁹⁹」ものであるが、そのもつ重要性は「支払能力」の尺度であるという点である。ウォールは自己資本概念について次の如く規定する。「自己資本は、その大きさがどうであれ、資産の価値減少と債権者に対する損失との間の第一の緩衝物 (the first buffer) である¹⁰⁰。」つまり、かつてのように流動資産のみが債権者に対する保全価値であるとは把握されていないのである。したがって、彼の論理によれば、「債権者が損失を蒙るのは、資産が自己資本の金額まで減少したときである¹⁰¹。」自己資本対負債比率が比率分析体系上流動比率の次位を占めているのは、以上の如きウォールの「支払能力」概念の規定によっていることは明らかである。

自己資本対固定資産比率の意義は二つある。一つは、固定資産の増加率は、債権者保護の観点からは、自己資本のそれよりも大きくあってはならないことである。「企業の存在理由 (the reasons for being in business) の一つは利潤の創出である。多くの分析家たちは損益計算書に表示されている正味の結果 (net result) に依存しすぎて、利潤創出の指標で満足している。だが、利潤が内部留保されて投資に回され、どのように自己資本を増殖させたかを観察することも重要なのである。(中略) もっとも、自己資本が増大しても、固定資産と均衡を保持していなければ、固定設備が自己資本より急速に増加しているのである。債権者保護の余剰の幅 (breadth of the margin of creditor protection) が大きくなっても、その余剰は流動性が鈍い、劣質な清算価値により限定されているのであり、したがって保護としての質は低下しているのである¹⁰²。」ここで論じられていることは、固定資産の短期的流動性の欠如であり、自己資本の増加分——利潤の創出、利潤の内部留保——が固定資産のそれより常に大きい状態を保持すべきであるという議論である。第二は、「資本の流動性」(capital liquidity) の指標、再割引手形の適格性テストである。商業銀行はこの比率が 100% を下回る貸付対象企業では、手形代金が運転資金として利用されないで、設備拡張

資金に振り向けられる虞があると判断する。かような企業は「資本が流動的形態から固定的形態へと転化²⁴」しており、しかもかかる財政状態が産業界に広汎に存在すると「危機的状态への第一歩²⁴」と説くのである。そこから導き出さる結論は、商業銀行による融資対象企業の資本の固定化＝過剰設備投資の防止であり、自己資本対固定資産比率の第二の意義はここに存する。ウォールのこの思考に潜むものは、流動部門の追加運転資本に予定されている貨幣資本を設備投資に回すと、それが必要になったときに充用することが不可能になるという、運転資金の潤渇から恐慌が発生するとの論定である。

固定資産回転率および自己資本回転率は経営能力の優劣の判断を下す際の指標(=人的要素の測定尺度)である。その限りで、商品回転率と売上債権回転率と同義であるが、前者の諸回転率は生産性・効率性の指標であるのに対して、後者はあくまでも流動性の質的分析たる地位に置かれているのである。

明らかな如く、ウォールの比率分析体系は「債権者保護」の論理の上に構築されている。一切の比率・指標は短期的流動性・安全性に収斂されるのである。いうまでもなく、この場合の「債権者」とは商業銀行である。

〈3〉最後に次のことを指摘しておかねばならない。すなわち、既に示唆したように、短期信用分析はもはや貸倒損失の防止手段、粉飾操作＝信用詐欺の阻止手段としてのみ存在するだけでなく、貸付対象企業の財務内容に直接干渉する際の一用具としても利用されていくのである。ウォールはいみじくもそのことを語っている。「信用調査人は過度の損失、しかも過度の損失のみを防止しようと努める。だが、損失を余計に減らそうと努力することは信用上賢明でないのであって、そうした努力は借手に恐怖と映るのである。正常な損失はほとんどどんな業種にも発生しうるのであって、正常へと少しでも近づけることが彼の目標である。

正常な損失および大きな損失を蒙らないようすることは(信用調査人の——引用者)一つの仕事であるが、より重大な仕事は(貸付対象となる)事業の健全性を維持し、事業の推進者(developer)となることである²⁴。」(傍点引用者)そこで、「正常へと少しでも近づける」作業を如何にはかっていくのか、その手続過程

第3表 某会社の財政状態と売上高

| 勘定科目 | 第1期 | 第2期 | 第3期 | 第4期 | 第5期 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 1916.7/31 | 1917.7/31 | 1918.7/31 | 1919.7/31 | 1920.7/31 |
| 現金 | 31 | 49 | 32 | 40 | 61 |
| 売上債権 | 443 | 541 | 726 | 621 | 980 |
| 商品債権 | 425 | 771 | 703 | 861 | 1,354 |
| 連邦債権 | | | 10 | 19 | 40 |
| 流動資産 | 899 | 1,361 | 1,471 | 1,541 | 2,435 |
| 固定資産 | 277 | 281 | 281 | 291 | 334 |
| 資産合計 | 1,176 | 1,642 | 1,752 | 1,832 | 2,769 |
| 支払手形 | 300 | 600 | 600 | 650 | 1,000 |
| 買掛金 | 121 | 217 | 196 | 125 | 525 |
| 未払税金 | | | | 31 | 37 |
| 流動負債等 | 421 | 817 | 796 | 806 | 1,562 |
| 社債 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 負債合計 | 511 | 907 | 886 | 896 | 1,652 |
| 準備金 | 8 | 8 | 8 | 10 | 1 |
| 自己資本 | 657 | 727 | 858 | 926 | 1,116 |
| 負債・資本合計 | 1,176 | 1,642 | 1,752 | 1,832 | 2,769 |
| 売上高 | 1,754 | 2,589 | 3,798 | 4,101 | 5,500 |

(注) 自己資本の増加は利益の内部留保による。

第4表 静態比率及び動態比率の値

(%)

| 第比率 | 第1期 | 第2期 | 第3期 | 第4期 | 第5期 |
|-------------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 流動比率 | 213.53 | 166.58 | 184.70 | 191.19 | 155.88 |
| ※(1) 負債対自己資本比率 | 77.77 | 124.75 | 103.26 | 96.76 | 148.02 |
| 自己資本対固定資産比率 | 237.18 | 258.71 | 305.33 | 318.21 | 334.13 |
| ※(2) 売上債権対商品比率 | 104.23 | 70.16 | 103.26 | 72.12 | 72.37 |
| 売上債権回転率 | 395.93 | 478.55 | 523.14 | 660.38 | 561.22 |
| 商品回転率 | 412.70 | 335.79 | 540.25 | 476.30 | 406.20 |
| 自己資本回転率 | 266.97 | 356.12 | 442.65 | 442.86 | 492.83 |
| 固定資産回転率 | 633.21 | 921.35 | 1,351.60 | 1,409.27 | 1,646.70 |

※(1)、※(2)は先の比率分析体系で示したものとは分子と分母がいかかわっているが、原文のまま示した。

をみることにする。

ウォールの信用分析手続体系は(1)実数比較分析 (comparative bulk analysis), (2)比率の算定, (3)批判的分析 (critical analysis), (4)建設的分析 (constructive analysis) からなる。批判的分析とはいわば比率の趨勢分析であり, 比率の期間的比較・観察によって貸付対象企業の財務状態の欠陥を摘出する手続過程で, 建設的分析とはそこから進んで, 財政状態の「改善方策」を提供せんとする過程である。一つのモデル・ケースとして, 某企業の財政状態および売上高は第3表の通りとする²⁰(決算期間1年, 単位1,000ドル, なお, 便宜上各年度の会計期間を第1期, 第2期と呼ぶことにする)。第4表はそれをもとにしてウォールの提唱する諸比率を算出したものである。

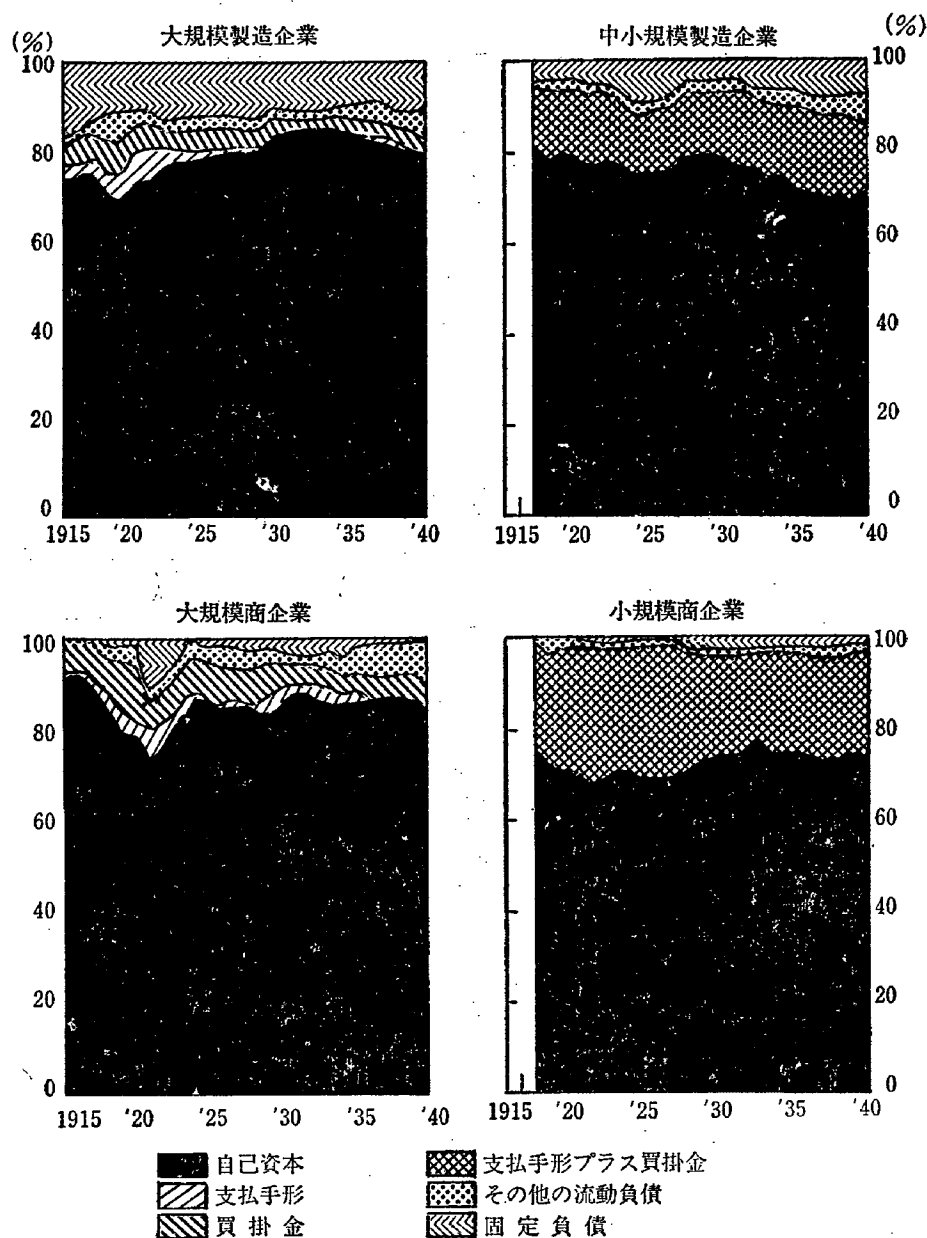
まず, 実数比較分析に拠ってみると, 自己資本が極めて着実に毎年度増加していることがわかる。それは同時に当企業が每期相当額の利益を稼得し, 内部留保してきたことを意味する。利益の増大に比例して売上高も確実に伸びており, 収益性が高いことは明らかである。そこで, ウォールは実数分析によれば当社は良き信用状態に在ると推定できるかもしれないと述べるのであるが, しかし彼のこれまでの論理からすれば, その言葉は不可解であるといえよう。けだし, 第5期の流動負債および負債総額は前期に比較して2倍近く増加しているからである。意識的か否かは必ずしも明確でないが, 彼はこの点に言及しない。おそらく, 比率分析の優位性を立証せんとしたためであろうと考えられる。なお, ここで流動資産ではなく, 自己資本の大きさの検討から出発している点に留意すべきである。それは彼の「支払能力」概念の規定によっている。

比率の変動分析においては債権者保護の論理に基づき, 負債対自己資本比率の悪化(第4期96.76%→第5期148.02%)が分析の焦点になる。その原因を調査するのが批判的分析手続過程であるが, ウォールは次の諸点を指摘する。

(1) 流動資産の「流動性」の喪失。そのことは第5期の商品回転率および売上債権回転率が前期より著しく鈍化していることから明らかとなる。流動性が高いならば, 負債の急激な増大を押し止めることができる。

(2) 売上高の急激な伸長に必要な資金を他人資本に依存し, 運用資金248.02

第3図 商工企業の資本・負債構造(1914年~40年)



※ 大規模企業——総資産 500 万ドル以上。

中規模企業——総資産 250 万ドル以上 500 万ドル以下。

小規模企業——総資産 25 万ドル以下。

(注) N.H. Jacoby and R.J. Saulmier, *Business Finance and Banking*, p.90 より転載。

ドルのうち148.02ドル、すなわち約60%を債権者に頼っている。したがって、倒産に陥ると、債権者は資産100ドルについて60%の損傷を受ける結果になる。

(3) 自己資本回転率の着実な上昇は、この企業が過度の楽観主義と過剰販売拡張に陥っていることを示す。ウォールによれば、流動性との均衡を保持している限りでのみ、市場の拡張が許される。言葉を換えれば、資産と負債との差額、つまり債権者保護のための清算価値減少の余剰が維持される場合のみ、売上高の増加は認められるのである。ところが、この例では債権者の「保護」を損傷しつつ市場が拡大されているわけである。

以上から、この企業の財政状態の欠陥は資本の固定化＝過剰設備投資——ウォールが最も警戒する状態の一つ——にではなく、債務の過多にあると捉え、負債対自己資本比率「適正化」のための「矯正策」を提示するのである。彼は当該比率の適正な状態を80%に置いているが、その基準値は彼の実務経験によって得たものであろう。因に、別の資料によると(第3図参照)、1920年代初頭における商工企業の自己資本の割合は低下傾向にあるが、それでも最低限この比率は60%前後である。したがって、ウォールの設定した値はさほど高いとはいえないであろう。

負債を自己資本の80%にまで縮小すると、892,800ドル($\$1,116,000 \times 80\%$)となる。そこで、財務状態改善に必要な債務減少額は759,200ドル($\$1,652,000 - \$892,800$)である。ウォールはこの債務縮小に要する資金源泉を売上債権と商品にもとめ、両資産の負担の割合として、売上債権対商品比率を80%に引き上げて、4対5と設定する。したがって、各々の負担額は280,000ドル、480,000ドルとなる。その計算過程は次の通りである。

売上債権 $\$980,000 +$ 商品 $\$1,354,000 = \$2,334,000$

$\$2,334,000 - \$759,200 = \$1,574,800$

売上債権： $\$1,574,800 \times 4/9 = \$700,000$ (100ドル未満四捨五入)

商 品： $\$1,574,800 \times 5/9 = \$874,000$ (同上)

債務弁済のために清算さるべき売上債権負担額：

$$\$980,000 - \$700,000 = \$280,000$$

債務弁済のために清算さるべき商品負担額：

$$\$1,354,000 - \$874,000 = \$480,000$$

売上債権と商品が各々上の金額について換金化され、債務返済に充用された後、財政状態は次の通りになる。

| 某企業貸借対照表 | | | | (単位：ドル) | |
|----------|---|-----------|-----------|-----------|--|
| 現 | 金 | 61,000 | 支 払 手 形 | 500,000 | |
| 売 上 債 権 | | 700,000 | 買 掛 金 | 265,000 | |
| 商 品 | | 874,000 | 未 払 税 金 等 | 37,000 | |
| 連 邦 債 | | 40,000 | 社 債 等 | 90,000 | |
| 固 定 資 産 | | 3340,00 | 準 備 金 | 1,000 | |
| | | | 自 己 資 本 | 1,116,000 | |
| | | 2,009,000 | | 2,009,000 | |

ウォールはこの「改善案」が受容されるならば、資産の流動性が改良され、よって債権者の保護が維持されると説くのである。なるほど、現実にはたとえ不況期でなくとも債権の回収、商品の販売を一挙に実現することは極めて困難であり、その限りでは確かにウォールの議論は甚だ楽観的といえよう。しかし、「債権者」としての商業銀行は自らの保護をはかるために別の途を採りうるのである。20年代に入って短期信用分析実務・理論は融資対象の選別、信用格付けないし融資限度額決定のための一手段、そしてその後の貸倒損失の防止手段、粉飾操作＝信用詐欺に対抗する手段であっても、その限りではなくなったのである。われわれは再びウォールに語らしめよう。「信用調査人の真の活動領域は……不良貸付ないし信用を拒むことだけではない。必要な改善を見出し、難局から脱け出すべき適切な方法を決定してやることである²⁹。」

これまで展開してきた議論をまとめて、本稿の結びにかえることにしよう。

短期信用分析は商業銀行による単名手形に基づく貸付業務の漸増と公開手形市場の形成・確立を直接の基礎とし、貸倒損失の防止手段、ひいては倒産という破局を回避するための手段として登場した。それに応えるために、短期信用分析の直接の目的は貸付対象企業の選別＝貸付先の優良企業への限定、信用格

付け、貸付限度額の確定にあったのである。そして、その目的に即して分析の焦点は貸付企業の財政状態良否の判断にあり、その信用テストとして正味運転資本額、50%ルール、流動比率が採用されたのである——「債権者保護」の論理。短期信用分析実務・理論は「流動性」の論理を基軸として構成されるのである。

ところが、流動比率200%が財政状態の優良・不可判定の基準値として広く社会的に承認されるに至ると、弱小の借入企業は逆にそれを利用して貸借対照表の粉飾操作＝流動性の作為的過大表示に及んだのである。ここに改めて、短期信用分析は融資申込企業の粉飾操作＝信用詐欺の防止手段として、同時に連邦準備制度の確立、連銀による加盟銀行を媒介とする産業企業に対する手形割引＝事業貸付、連邦準備局による再割引手形の適格性・受容性規定とあいまって、新たな展開をみせ、その認識概念・技術の拡張を遂げていくのである。ここでも、分析体系の基軸は、「流動性」であり、それはもちろん「債権者保護」の論理によって規定されているわけである。だが、特に重要な点は、この「流動性」は資産の流動性と資本の流動性という二つの意味をもっていることである。当時の連銀、商業銀行および信用分析家たちは、固定資産は自己資本によって補填され、短期信用は運転資金に投下されねばならないと考えたのである。すなわち、資本の固定化＝過剰設備投資を防止することであり、ここにおいてウォールの比率分析体系上自己資本対固定資産比率が、「支払能力」の尺度たる自己資本対負債比率と共に、重大な意義をもつのである。そこには明らかに運転資金の潤渇＝短期信用の非弾力性から恐慌が発生するとの論定が潜んでいる。短期信用分析は再割引手形の適格性を決定する実務として、そして手形代金の運用との連関の中で、信用統制の手段として位置づけられてくるのである。

- (1) 小野英祐「連邦準備制度の成立過程(一)―(四)」『経済学季報』第20巻1・2号、第21巻3・4号、第22巻1・2号、第22巻3・4号参照。なお、国法銀行制度の内在的欠陥とその産業資本の現実的運動との関連については、高山洋一「国法銀行の理論と制度——アメリカ銀行制度の特殊的展開を中心として——」『経済学研究』第22巻1号参照。

- (2) 高山洋一「連邦準備法案と準備券の本質」『経済研究』第23巻2号, 149—50頁。
- (3) C.A. Pepple, "Statements of Borrowers from the Viewpoint of the Federal Reserve Bank," *J.O.A.*, June, 1916, p.416.
- (4) C.A. Pepple, *ibid.*, p.416.
- (5) ウォールの次の言葉はまさに連邦準備局の考えを反映している。「信用は流動性を維持させねばならない。この状態においてのみ信用は商業界に役立つのであるから、それは流動性を維持されねばならないのである。もし信用が固定化または『凍結』すると、それは本来あるべき機能を果たすことが不可能となる。そこで、信用がどのようなときに流動的であり、あるいは固定化しているかを問うことは合理的であろう。信用が流動的なのは、買手にとってかなり短期間のうちに処分され、満期時にその債務を決済すべき資金を買手に入手可能にするところの財貨またはサービスに対してその購買力が投下されたときである。信用は……非流動的資産 (noncurrent assets) の取得に使用されると固定化ないし『凍結』するのである。」(A. Wall, *Analytical Credits*, p.11)。
- (6) C.A. Pepple, *ibid.*, p.416.
- (7) W.C. Schulter, *Credit Analysis*, p.146.
- (8) 1907年の貨幣恐慌の鋭さ、強度については、トラハテンベルグ、及川朝雄訳『独占資本主義の貨幣恐慌』133頁以下参照。
- (9) A. Wall and R.W. Dunning, *Ratio Analysis of Financial Statements*, pp.2—15.
- (10) 野瀬新蔵「信用分析比率体系の発展」和歌山大学『経済理論』第21号, 13頁。
- (11) W.C. Schulter, *ibid.*, p.85.
- (12) Cf. W.C. Schulter, *ibid.*, p.86.
- (13) W.C. Schulter, *ibid.*, p.96.
- (14) Cf. A. Wall, *Analytical Credits*, pp.142ff., ditto, *The Banker's Credit Manual*, revised ed., 1924, pp. 90ff., A. Wall and R.W. Dunning, *Ratio Analysis of Financial Statements*, pp.107ff.
- (15) A. Wall and R.W. Dunning, *Ratio Analysis of Financial Statements*, pp.158—59.
- (16) A. Wall, *Analytical Credits*, p.147.
- (17) A. Wall and R.W. Dunning, *Ratio Analysis of Financial Statements*, p.181.
- (18) Wall and Dunning, *ibid.*, p.180.
- (19) Wall and Dunning, *ibid.*, p.144.
- (20) Wall and Dunning, *ibid.*, p.124.
- (21) Wall and Dunning, *ibid.*, pp.124—25.
- (22) Wall and Dunning, *ibid.*, p.125.
- (23) A. Wall, "Study of Credit Barometrics," *F.R.B.*, March, 1919, p.231.
- (24) A. Wall, *Analytical Credits*, p.14.
- (25) 以下, A. Wall, *ibid.*, chap. XII, XIIIによる。
- (26) A. Wall, *ibid.*, p.207.